

2024 年 10 月 14 日

全球宏观

通胀虽超预期，但仍支持小幅降息—美国 9 月 CPI 点评

美国 2024 年 9 月 CPI 同比增 2.4%，连续 6 个月走低，但高于预期 2.3%，上月为 2.5%；9 月 CPI 环比增 0.2%，高于预期 0.1%，上月为 0.2%；9 月核心 CPI 同比反弹至 3.3%，为 6 月以来新高，并高于预期以及上月 3.2%；核心 CPI 环比 0.3%，同样高于预期的 0.2%，上月同为 0.3%。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ⊕ **食品价格上涨，能源价格延续回落。**食品价格本月意外上升，环比涨 0.4%，贡献了本月名义通胀近四分之一的涨幅。汽油价格在 9 月大幅回落，也是此前衰退叙事的滞后反映，环比创下近 4.1% 的跌幅，推动整体能源价格回落。但随着中东地缘局势发展，以及美国衰退担忧降温，叠加中国推出政策刺激后，国际油价已经显著反弹。
- ⊕ **二手车价格反弹，带动核心商品环比转正。**二手车价格在上月下跌至阶段性底部后已经回升，但前瞻性指标显示整体涨幅后续仍将十分有限。此外，服装价格环比大幅上涨也是推动核心商品本月反弹的重要因素。本月美国东部港口的罢工可能也会对供应链形成一定的扰动，可能会在后续价格中有所反应。短期来看，核心商品通缩有望继续扮演去通胀“压舱石”的作用，但中期，随着中国推出刺激政策，以及大选后潜在关税的影响，我们预计核心商品价格可能将会逐渐回升。
- ⊕ **住房通胀本月平稳回落。**9 月住宅租金以及业主等价租金环比均回落至 0.3%，较前两个月回落。从前瞻指标来看，整体住房通胀总体仍延续滞后回落，且有望至少延续至 2025 年中左右。但由于住房通胀粘性较大，回落过程可能仍然颠簸。
- ⊕ **超级核心通胀环比连续三个月上升。**汽车保险价格加速上升，叠加机票价格上涨，超级核心通胀同比尽管仍在回落，但环比反弹至 0.4%，已连续第三个月加速上升。受汽车价格、维修价格、医疗保险等价格推动，汽车保险价格仍在加速上涨，9 月环比加速至 1.2%，而机票价格环比有所回落，但同比仍达到了 3.2%，预计进入 10、11 月，机票价格将有所回落。

后市观察：整体通胀延续放缓，使得市场加大了对 11 月降息 25 基点的押注。利率期货隐含的降息预期显示市场定价 11 月降息 25 基点的概率为 86.3%，数据公布前为 77.6%，而 11 月不降息的概率为 13.7%，数据公布前为 22.4%。

尽管 9 月名义、核心通胀超过了市场预期，但并无太大意外上行。结合 9 月具韧性的就业数据，此前市场对于 11 月大幅降息 50 基点的预期已经完全修正，11 月降息 25 基点为基本情形，这也与美联储 9 月议息会议点阵图中位数一致。我们在 [9 月非农就业报告](#) 中指出，鉴于非农新增就业数据的颠簸，以及新增就业不均衡，主要集中在少数服务业部门，且多数行业工资数据已转弱。与此同时，近期罢工、以及美国南部飓风灾害影响下，均可能影响就业和经济活动，我们维持 11 月降息 25 基点的判断。同时，基于当前降息路径仍较大程度依赖数据，我们还需关注后续美国三季度 GDP 等经济数据。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

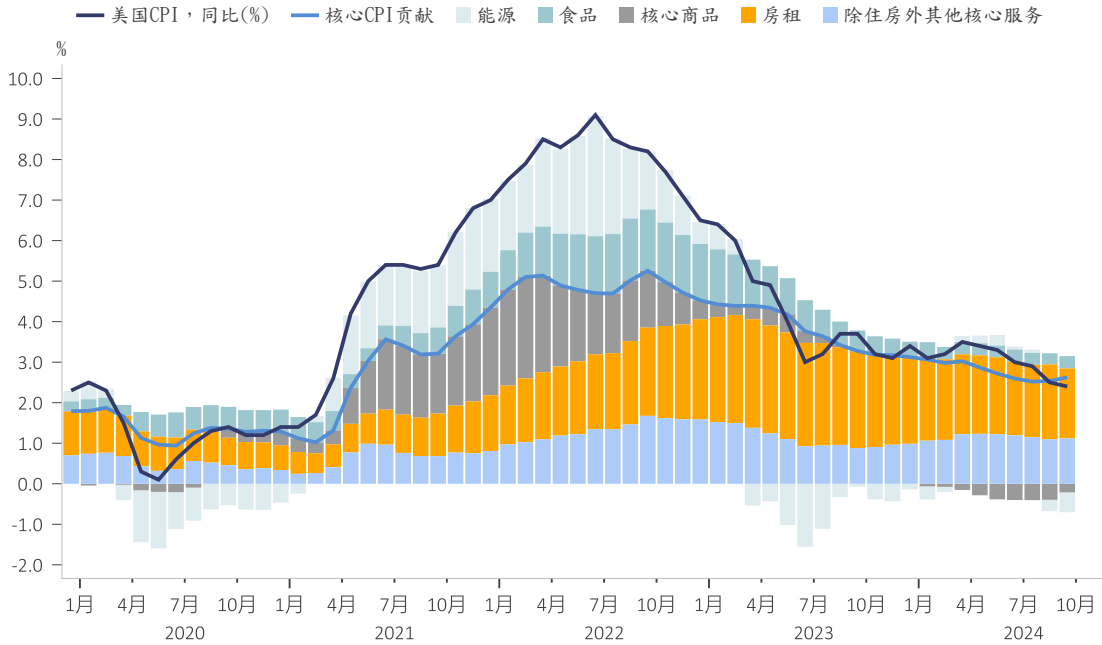
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCOM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 美国 CPI 及其分项同比、环比变化

	权重(%)	同比(%)				环比(%)			
		9/2024	8/2024	7/2024	6/2024	9/2024	8/2024	7/2024	6/2024
美国CPI	100.0	2.4%	2.5%	2.9%	3.0%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.1%
食品	13.6	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%
家庭食品	8.2	1.3%	0.9%	1.1%	1.1%	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%
谷物烘焙	1.1	0.1%	-0.3%	0.0%	0.5%	0.3%	-0.1%	-0.5%	-0.1%
肉禽鱼蛋	1.7	3.9%	3.2%	3.0%	2.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.2%
奶制品及周边	0.7	0.5%	0.4%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.5%	-0.2%	0.6%
水果蔬菜	1.4	0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.5%	0.9%	-0.2%	0.8%	-0.5%
非酒精饮料及原料	1.0	1.3%	1.3%	1.9%	1.5%	0.0%	-0.7%	0.5%	0.1%
其他食品	2.2	0.4%	0.4%	0.9%	1.6%	0.2%	-0.3%	-0.5%	0.5%
外出饮食	5.4	3.9%	4.0%	4.1%	4.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%
能源	6.7	-6.8%	-4.0%	1.1%	1.0%	-1.9%	-0.8%	0.0%	-2.0%
能源产品	3.5	-15.3%	-10.1%	-2.0%	-2.2%	-4.0%	-0.6%	0.1%	-3.7%
燃油	0.1	-22.4%	-12.1%	-0.3%	0.8%	-6.0%	-1.9%	0.9%	-2.4%
发动机燃料	3.4	-15.5%	-10.4%	-2.3%	-2.5%	-4.0%	-0.6%	0.0%	-3.7%
汽油(所有类型)	3.3	-15.3%	-10.3%	-2.2%	-2.5%	-4.1%	-0.6%	0.0%	-3.8%
能源服务	3.1	3.4%	3.1%	4.2%	4.3%	0.7%	-0.9%	-0.1%	-0.1%
电力	2.4	3.7%	3.9%	4.9%	4.4%	0.7%	-0.7%	0.1%	-0.7%
公用燃气服务	0.7	2.0%	-0.1%	1.5%	3.7%	0.7%	-1.9%	-0.7%	2.0%
核心CPI	79.8	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
除食品能源外商品	5.2	-1.0%	-1.9%	-1.9%	-1.8%	0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.1%
服饰	2.5	1.8%	0.3%	0.2%	0.8%	1.1%	0.3%	-0.4%	0.1%
新车	3.7	-1.3%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%
二手车和卡车	2.0	-5.1%	-10.4%	-10.9%	-10.1%	0.3%	-1.0%	-2.3%	-1.5%
医疗保健品	1.5	1.6%	2.0%	2.8%	3.1%	-0.7%	-0.2%	0.2%	0.2%
酒精饮料	0.9	1.5%	1.9%	1.9%	1.8%	0.1%	0.0%	0.3%	0.2%
烟草和吸烟制品	0.5	8.2%	8.4%	7.9%	8.2%	0.0%	1.2%	0.2%	0.5%
除食品能源外服务	60.9	4.7%	4.9%	4.9%	5.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%
住所	36.2	4.9%	5.2%	5.1%	5.2%	0.2%	0.5%	0.4%	0.2%
主要住宅租金	7.7	4.8%	5.0%	5.1%	5.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%
业主等值住宅租金	26.8	5.2%	5.4%	5.3%	5.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%
医疗服务	6.5	3.6%	3.2%	3.3%	3.3%	0.7%	-0.1%	-0.3%	0.2%
医生服务	1.8	1.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.0%	0.1%	0.1%
医院服务	1.6	4.5%	5.4%	6.1%	6.9%	-1.1%	n/a	-1.1%	0.1%
交通服务	6.3	8.5%	7.9%	8.8%	9.4%	1.4%	0.9%	0.4%	-0.5%
机动车维修保养	1.3	4.9%	4.1%	4.6%	6.0%	1.0%	0.6%	-0.3%	0.2%
机动车保险	3.0	16.3%	16.5%	18.6%	19.5%	1.2%	0.6%	1.2%	0.9%
机票价格	0.8	1.6%	-1.3%	-2.8%	-5.1%	3.2%	3.9%	-1.6%	-5.0%

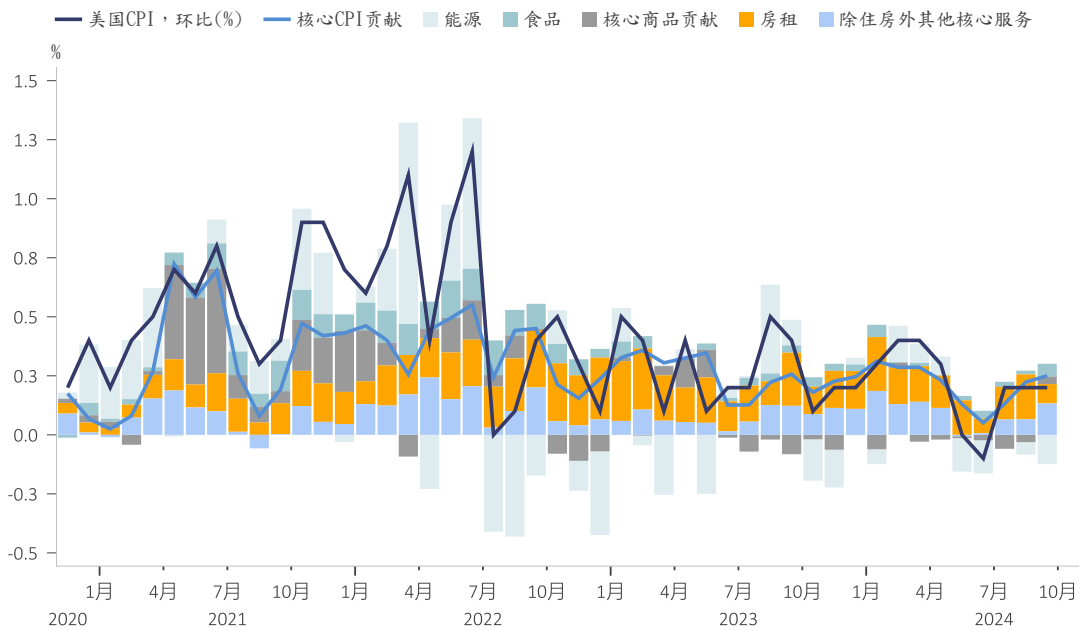
资料来源: Macrobond, 美国劳工部, 交银国际

图表 2: 美国 CPI 同比分项贡献情况



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国 CPI 环比分项贡献情况



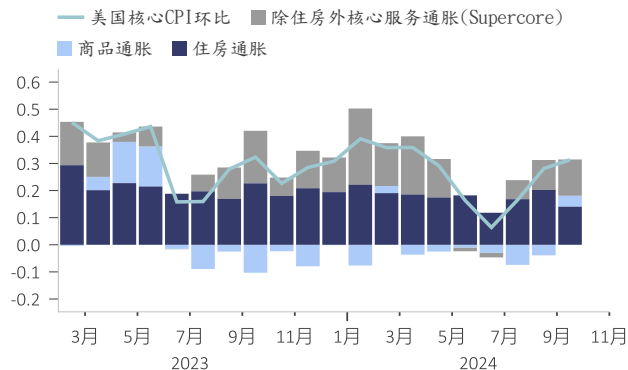
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国超级核心通胀同比及环比



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国核心 CPI 环比主要贡献项



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 全球供应链压力指数与美国通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 美国二手车价格指数



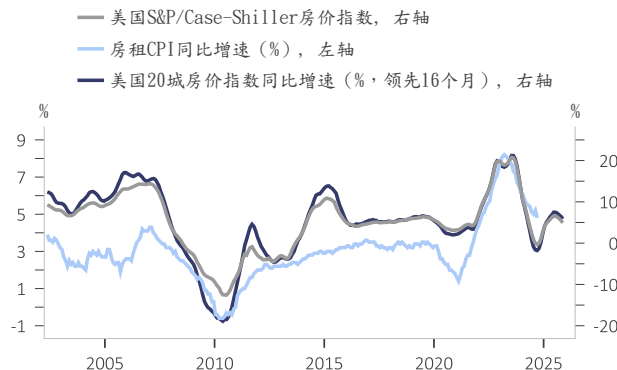
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 租金指数与住房通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 房价指数与住房通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年10月14日

全球宏观



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。